

**三友医疗 (688085.SH) / 医疗器械**

证券研究报告/公司点评

2024年05月19日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 18.04元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

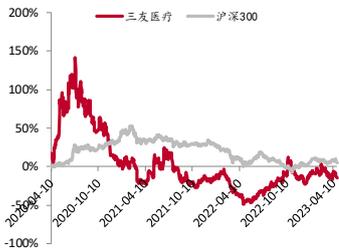
分析师: 于佳喜

执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	248
流通股本(百万股)	248
市价(元)	18.04
市值(百万元)	4,482
流通市值(百万元)	4,482

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 三友医疗(688085.SH)-深度报告: 疗法创新无旁鹜, 静待花开终有时-20201023
- 2 三友医疗(688085.SH)-2022年三季报点评: 收入保持快速增长, 借助脊柱国采有望持续提升市占率-20221026
- 3 三友医疗(688085.SH)-2022中报点评: Q2环比加速增长, 下半年有望持续恢复-20220822

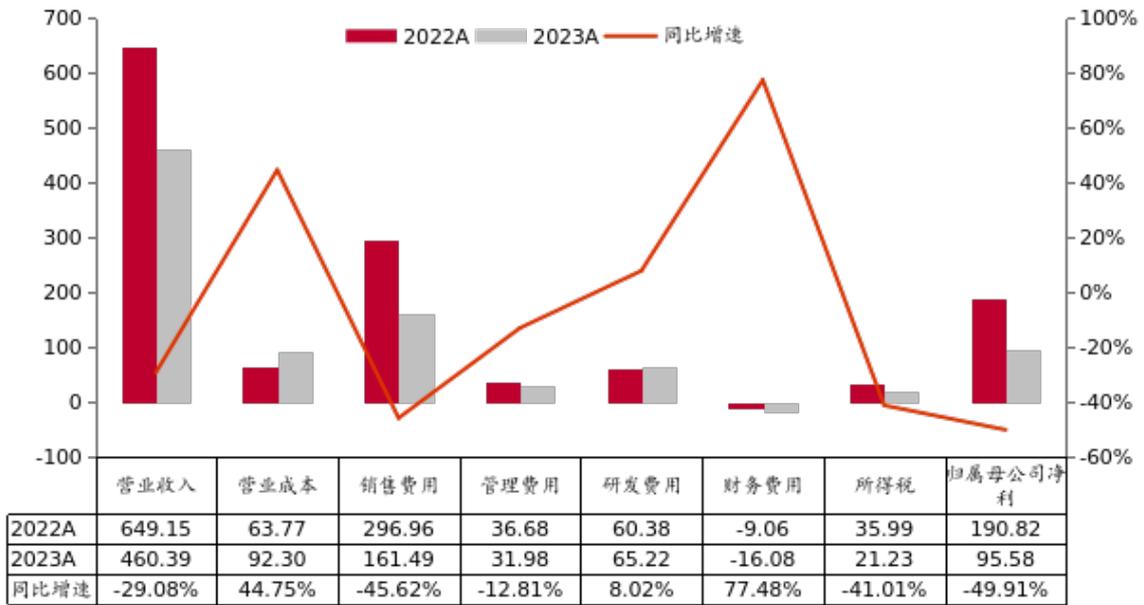
**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	649	460	503	605	729
增长率 yoy%	9%	-29%	9%	20%	21%
净利润(百万元)	191	96	101	131	170
增长率 yoy%	2%	-50%	5%	30%	30%
每股收益(元)	0.77	0.38	0.41	0.53	0.68
每股现金流量	0.63	1.08	0.58	0.65	0.93
净资产收益率	10%	5%	5%	6%	7%
P/E	23	46	44	34	26
P/B	2	2	2	2	2

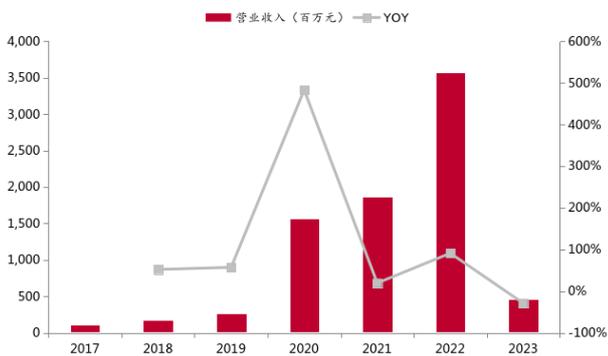
备注: 数据截至 2024.05.19

**投资要点**

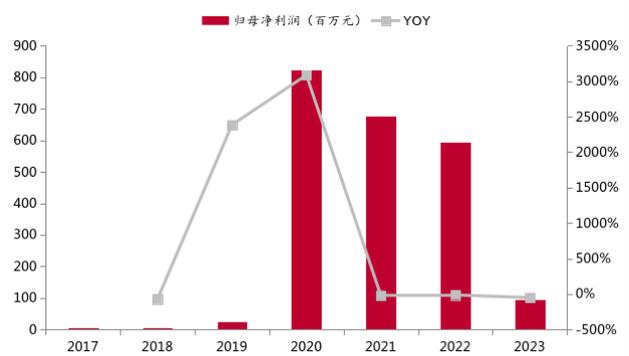
- **事件: 公司发布 2023 年报和 2024 年一季报, 2023 年公司实现营业收入 4.60 亿元, 同比下降 29.08%, 实现归母净利润 0.96 亿元, 同比下降 49.91%, 扣非净利润 0.59 亿元, 同比下降 55.70%; 2024 年一季度营业收入 0.86 亿元, 同比下降 46.26%, 归母净利润-0.02 亿元, 同比下降 106.05%, 扣非净利润-0.03 亿元, 同比下降 109.63%。**
- **分季度看, 2023 年单四季度公司实现营业收入 1.01 亿元, 同比下降 39.47%, 实现归母净利润 0.29 亿元, 同比下降 55.75%, 实现扣非净利润 0.10 亿元, 同比下降 58.25%。公司单季度业绩有所下降, 主要因核心产品脊柱植入耗材集采落地, 销售价格调整, 但环比 23Q3 仍有较好表现; 2024 年一季度, 公司营业收入 0.86 亿元, 同比下降 46.26%, 归母净利润-0.02 亿元, 同比下降 106.05%, 扣非净利润-0.03 亿元, 同比下降 109.63%, 受集采、反腐等政策影响, 同时叠加春节假期因素, 公司单季度业绩短期承压。**
- **集采催化下耗材快速放量, 超声骨刀加速市场开拓。分业务来看, 2023 年公司脊柱类植入耗材收入 3.54 亿元, 同比下降 34.20%, 创伤类植入耗材收入 0.14 亿元, 同比下降 43.89%, 有源设备及配套辅件收入 0.92 亿元, 同比增长 25.03%。**
- **1、脊柱业务, 2023 年 3 月起脊柱国采开始在各省市实施, 相关产品售价有所调整, 造成一定影响。公司凭借相对价格优势、创新专利产品以及品牌影响力不断开拓终端市场, 加快渠道下沉, 2023 年耗材类合作经销商增长 60%, 脊柱产品销量增长 32.07%, 市场份额提升显著, 同时囊袋、Adena 双头螺钉等多款新产品也陆续进入商业化阶段, 为长期发展奠定良好基础。**
- **2、创伤业务。公司借助河南省际联盟集采在国内多个空白区域实现产品准入, 创伤产品销量增长 43.22%, 手术量明显提高; 2023 年国采公司相关产品全线入围, 中标价格较 2021 年实现较大提升; 2023 年末上海市集采公司完成对应地区所有中心医院保量, 未来创伤产品有望加速放量。此外公司根据政策环境以及行业需求积极制定差异化研发和销售策略, 标外产品磁导航髓内钉已在全国开展试用, 取得良好成效。**
- **3、有源设备及耗材。2023 年子公司水木天蓬加大超声骨刀市场推广力度, 经销商数量增长超过 35%, 刀头物价目录增至 13 个省份, 助力相关收入实现快速发展, 2023 年超声骨刀业务耗材收入 0.57 亿元, 同比增长 136.54%, 收入占比首次超过设备, 全年发货量 2.93 万件, 增长超 120%。设备方面公司新推出 2 款多功能机型, 进一步满足不同等级医院需求, 实现较好增长。**
- **盈利预测与投资建议: 根据公告数据, 我们调整盈利预测, 考虑集采、反腐等政策可能对脊柱、创伤等耗材业务造成一定影响, 预计 2024-2026 年公司收入 5.03、6.05、7.29 亿元 (调整前 24-25 年 5.16、6.20 亿元), 同比增长 9%、20%、21%, 归母净利润 1.01、1.31、1.70 亿元 (调整前 24-25 年 1.19、1.56 亿元), 同比增长 5%、30%、30%。考虑脊柱植入耗材赛道成长性良好, 公司脊柱产品研发实力领先, 核心竞争力突出, 有望同时受益进口替代和市场集中度提升过程, 同时服务边界持续拓宽带来综合实力不断增强, 维持“买入”评级。**
- **风险提示事件: 政策变动风险, 产品质量及潜在责任风险, 创伤类产品长期研发及市场开拓不达预期的风险, 公开资料信息滞后或更新不及时风险。**

**图表 1: 三友医疗主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 2: 三友医疗营业收入 (百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

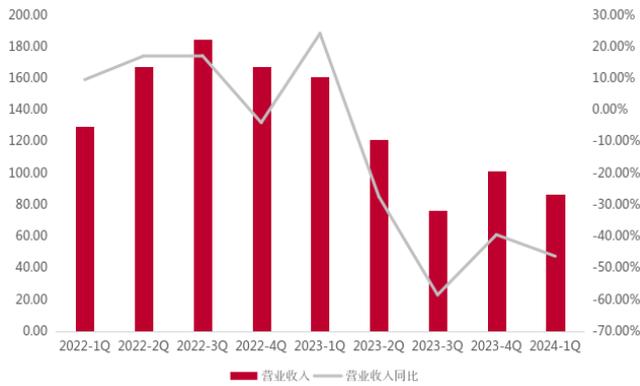
**图表 3: 三友医疗归母净利润 (百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

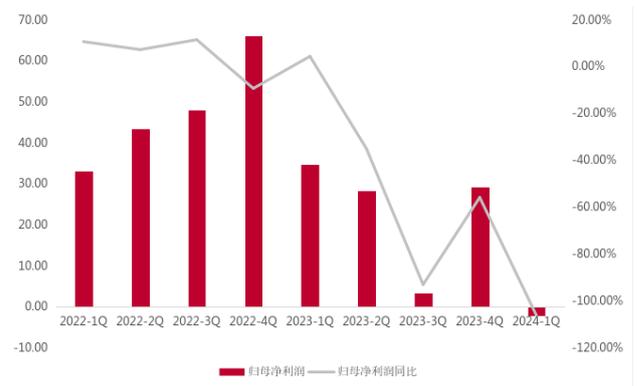
**图表 4: 分季度财务数据 (单位: 百万元)**

项目	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
营业收入	129.51	167.14	184.88	167.62	160.84	121.39	76.70	101.46	86.43
营业收入同比	9.58%	17.06%	17.18%	-4.01%	24.19%	-27.38%	-58.51%	-39.47%	-46.26%
营业收入环比	-25.84%	29.06%	10.61%	-9.34%	-4.05%	-24.53%	-36.81%	32.28%	-14.82%
营业成本	12.00	16.81	18.65	16.31	23.35	23.13	25.11	20.72	36.04
毛利率	90.73%	89.94%	89.91%	90.27%	85.48%	80.95%	67.27%	79.58%	58.30%
销售费用	63.76	78.85	88.36	65.98	77.41	39.56	26.28	18.24	26.87
管理费用	6.46	6.72	10.22	13.28	7.68	7.95	6.67	9.68	12.06
研发费用	12.31	12.93	18.04	17.10	14.27	15.56	17.27	18.12	17.26
财务费用	-2.17	-1.94	-1.93	-3.03	-3.95	-3.42	-4.07	-4.64	-3.91
营业利润	38.30	53.10	53.30	84.39	43.10	30.06	2.86	44.41	-1.51
利润总额	38.27	53.23	61.99	86.06	43.06	39.96	5.73	46.12	-1.36
所得税	5.55	8.28	11.25	10.90	7.95	4.52	1.05	7.70	2.50
归母净利润	33.17	43.49	47.96	66.20	34.65	28.26	3.37	29.29	-2.10
归母净利润同比	10.76%	7.34%	11.58%	-9.22%	4.48%	-35.01%	-92.97%	-55.75%	-106.05%
净利率	25.61%	26.02%	25.94%	39.50%	21.55%	23.28%	4.39%	28.87%	-2.42%
扣非归母净利润	30.55	41.22	37.04	25.01	30.65	17.61	0.58	10.44	-2.95
扣非归母净利润同比	33.25%	37.43%	0.40%	-30.29%	0.34%	-57.28%	-98.43%	-58.25%	-109.63%

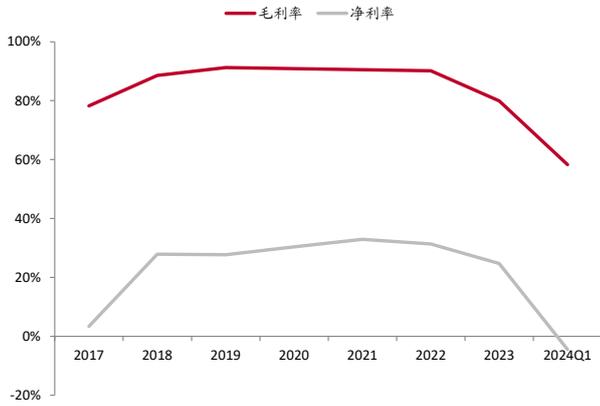
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 5: 三友医疗分季度营收 (百万元, %)**


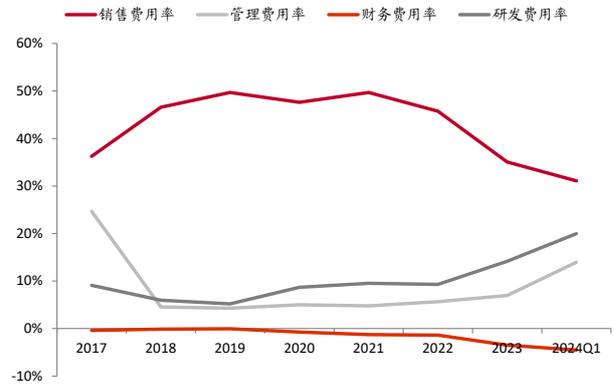
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 6: 三友医疗分季度归母净利润 (百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 7: 三友医疗毛利率和净利率**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 8: 三友医疗期间费用率**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

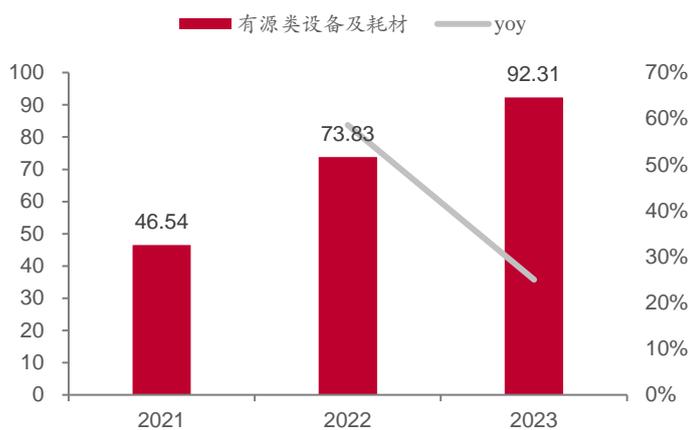
**图表 9: 三友医疗脊柱类植入耗材收入情况 (百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 10: 三友医疗创伤类植入耗材收入情况 (百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 三友医疗有源类设备及耗材收入情况 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 三友医疗财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	654	438	391	420	营业收入	460	503	605	729
应收票据	0	0	0	0	营业成本	92	71	86	104
应收账款	62	73	83	98	税金及附加	6	8	10	11
预付账款	4	7	8	9	销售费用	161	151	151	168
存货	177	136	165	201	管理费用	32	126	139	146
合同资产	0	0	0	0	研发费用	65	75	91	109
其他流动资产	49	23	24	25	财务费用	-16	-10	4	11
流动资产合计	946	678	672	752	信用减值损失	9	-10	-10	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-12	0	0	0
长期股权投资	25	25	25	25	公允价值变动收益	17	0	0	0
固定资产	332	721	1,145	1,602	投资收益	-23	40	40	40
在建工程	7	107	107	7	其他收益	11	0	0	0
无形资产	86	101	119	141	营业利润	120	112	155	210
其他非流动资产	866	880	893	906	营业外收入	16	60	60	60
非流动资产合计	1,315	1,833	2,288	2,681	营业外支出	1	30	30	30
资产合计	2,261	2,511	2,960	3,432	利润总额	135	142	185	240
短期借款	0	97	226	335	所得税	21	22	29	38
应付票据	0	0	0	0	净利润	114	120	156	202
应付账款	101	14	17	21	少数股东损益	18	19	25	32
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	96	101	131	170
合同负债	5	7	8	10	NOPLAT	100	112	159	211
其他应付款	56	56	56	56	EPS (按最新股本摊薄)	0.38	0.41	0.53	0.68
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4					
其他流动负债	29	96	106	110	主要财务比率				
流动负债合计	194	274	417	537	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	100	300	500	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-29.1%	9.3%	20.2%	20.5%
其他非流动负债	24	24	24	24	EBIT增长率	-48.5%	11.5%	42.3%	33.0%
非流动负债合计	24	124	324	524	归母公司净利润增长率	-49.9%	5.4%	30.0%	29.6%
负债合计	219	398	742	1,061	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,916	1,967	2,048	2,168	毛利率	80.0%	85.9%	85.8%	85.7%
少数股东权益	127	146	170	202	净利率	24.7%	23.8%	25.7%	27.7%
所有者权益合计	2,043	2,113	2,219	2,371	ROE	4.7%	4.8%	5.9%	7.2%
负债和股东权益	2,261	2,511	2,960	3,432	ROIC	8.7%	7.0%	8.3%	9.3%
					偿债能力				
					资产负债率	9.7%	15.9%	25.1%	30.9%
					债务权益比	1.4%	10.7%	25.0%	36.4%
					流动比率	4.9	2.5	1.6	1.4
					速动比率	4.0	2.0	1.2	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
					应收账款周转天数	132	48	47	45
					应付账款周转天数	479	292	66	67
					存货周转天数	647	796	632	632
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.38	0.41	0.53	0.68
					每股经营现金流	1.07	0.58	0.65	0.93
					每股净资产	7.71	7.92	8.24	8.73
					估值比率				
					P/E	46	44	34	26
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	-4	-4	-3	-2

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。